

中航证券金融研究所

分析师: 胡江

证券执业证书号: S0640519090001

电话: 010-59562541

邮箱: huj@avicsec.com

证券业周报:

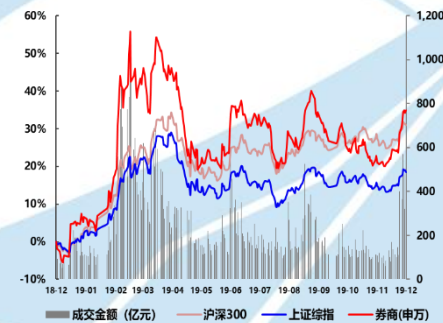
两融再破万亿, “深改” 加速落地

行业分类: 证券

2019年12月23日

推荐评级
增持
基础数据 (2019.12.20)

沪深300指数	4017.25
券商II (申万)	6159.43
行业总市值 (亿元)	23807.80
市净率	1.59

近一年行业表现


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

市场表现

本周 (2019.12.16-2019.12.20) 基准指数涨跌: 沪深300 (+1.24%)、上证综指 (+1.26%)、深证成指 (+2.25%)、创业板指 (+0.93%)。非银板块本周上涨 2.04%，跑赢沪深300 指数 0.81 个百分点，涨跌幅在 28 个申万一级行业中排第 13。子板块方面，证券上涨 4.95%，保险下跌 1.09%，多元金融上涨 5.02%。

行业动态

沪深300ETF 期权上市在即，沪市首批主做市商出炉；证监会加快落地深化新三板改革措施；98 家券商并购重组财务顾问执业能力评级出炉，14 家券商获 A 级；证券法修订案四审在即，投资者保护条款更丰富。

核心观点

本周证券板块上涨 4.95%，连续五周跑赢沪深300 指数，11 月中旬以来板块由复苏到回暖再进阶至市场先锋，作为“牛市号角”的券商股再次成为市场关注焦点。个股方面，中小券商涨幅更大，头部券商涨幅稍滞后；估值方面，申万券商指数 PB 回升至 1.59，位于近 5 年的 32% 分位处，从历史角度看当前券商点位相对于今年盈利水平尚处于合理水平以下，板块估值仍具有较高安全边际。

本周两融余额时隔 1 年 8 个月后再突破万亿大关，值得一提的是历史上两融余额首次突破万亿大关正是 5 年前的牛市初期 (2014 年 12 月 19 日)，两融余额的大幅提升将利好券商利息收入。自 2012 年创新业务兴起以来，券商业务开始呈现多元化，经纪业务收入比重自 2015 年以来随佣金率走低而梯次下行，但兴起的重资产业务如两融业务依旧与市场行情强相关，使得券商股仍具备很强的高弹性高贝塔属性。

政策利好未停，“深改”加速落地。本周沪深交易所公布了首批沪深300ETF 做市商，中信证券等 12 家头部券商入列；下周证券法修订草案自 2015 年初审后将迎来第四次审议，将加大对证券违法行为的惩处力度和强化投资者保护；时隔一个多月后，证监会正式发布修订后的《非上市公众公司监督管理办法》和《非上市公众公司信息披露管理办法》，全面深化新三板改革各项措施加速落地。

展望 2020 年，资本市场全面深改将是证券板块的核心驱动因素，券商股有望实现估值业绩双提升。个股层面，头部券商估值低，业绩稳定，资本实力强劲，且将受益政策倾斜和行业集中度提升，适合长期关注并持有，非头部券商中建议关注投行或财富管理实力突出的中小券商。

风险提示: 中美贸易摩擦、流动性收紧

股市有风险 入市须谨慎
中航证券金融研究所发布 证券研究报告
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

目录索引

一、市场表现.....	3
非银上涨 2.04%，证券上涨 4.95%.....	3
南京证券、浙商证券、华安证券领涨.....	4
二、行业数据.....	4
三、公司公告.....	6
四、行业动态.....	7
五、核心观点.....	9
附：上市券商经营业绩.....	10
2019 年 11 月经营业绩.....	10
2019 年三季报.....	11

图表索引

表 1: 本周各指数涨跌情况.....	3
图 1: 申万一级行业本周涨跌幅排行.....	3
图 2: 本周证券板块个股涨跌幅排行.....	4
图 3: A 股各周日均成交额 (亿元).....	5
图 4: A 股各月日均成交额 (亿元) 与增速.....	5
图 5: 陆港通北向资金流入情况 (亿元).....	5
图 6: 两融余额走势 (亿元).....	5
图 7: IPO 承销金额 (亿元) 与增速.....	5
图 8: 增发承销金额 (亿元) 与增速.....	5
图 9: 债承规模 (亿元) 与增速.....	6
图 10: 资管规模 (万亿元) 与增速.....	6
图 11: 资管产品发行情况 (亿份).....	6
图 12: 今年以来股、债相关指数走势.....	6

一、市场表现

非银上涨 2.04%，证券上涨 4.95%

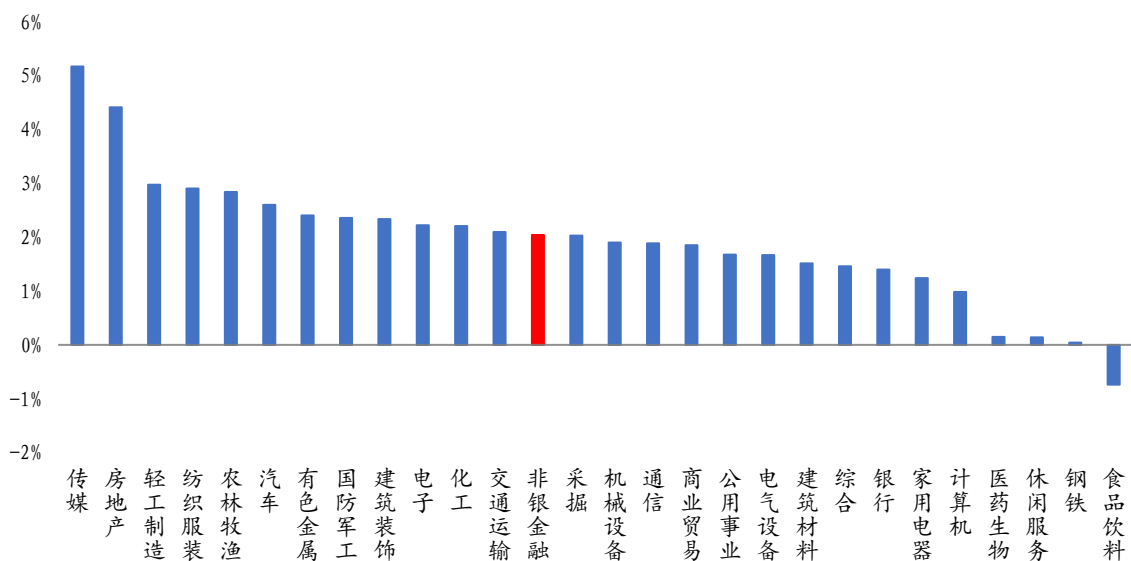
本周（2019.12.16-2019.12.20）基准指数涨跌：沪深 300 (+1.24%)、上证综指 (+1.26%)、深证成指 (+2.25%)、创业板指 (+0.93%)。非银板块本周上涨 2.04%，跑赢沪深 300 指数 0.81 个百分点，涨跌幅在 28 个申万一级行业中排第 13。子板块方面，证券上涨 4.95%，保险下跌 1.09%，多元金融上涨 5.02%。

表 1：本周各指数涨跌情况

	本周五收盘价	上周五收盘价	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
沪深 300	4,017.25	3,968.22	1.24%	33.43%
上证综指	3,004.94	2,967.68	1.26%	20.49%
深证成指	10,229.49	10,004.62	2.25%	41.30%
创业板指	1,771.71	1,755.41	0.93%	41.68%
非银金融	2,095.58	2,053.67	2.04%	42.45%
证券	6,159.43	5,868.67	4.95%	40.03%
保险	1,717.43	1,736.41	-1.09%	48.50%
多元金融	1,630.34	1,552.43	5.02%	12.23%

数据来源：wind、中航证券金融研究所

图 1：申万一级行业本周涨跌幅排行

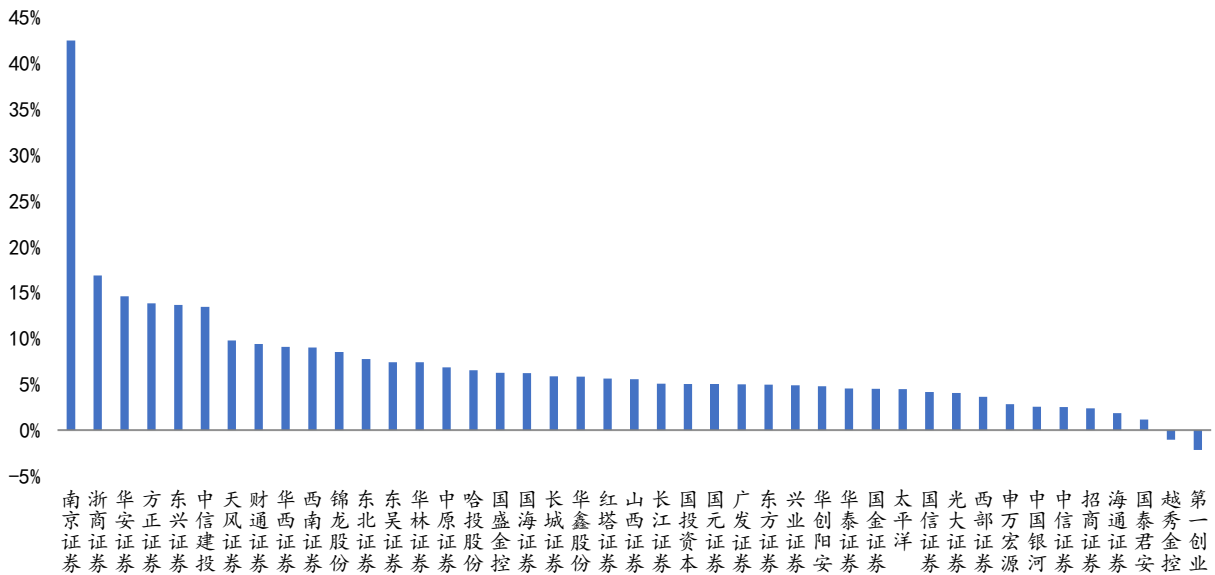


数据来源：wind、中航证券金融研究所

南京证券、浙商证券、华安证券领涨

本周证券板块涨跌幅排名前三位个股分别为南京证券(+42.52%)、浙商证券(+16.87%)和华安证券(+14.60%); 涨跌幅排名后三位的个股分别为第一创业(-2.18%)、越秀金控(-1.05%)和国泰君安(+1.17%)。

图 2: 本周证券板块个股涨跌幅排行



数据来源: wind、中航证券金融研究所

二、行业数据

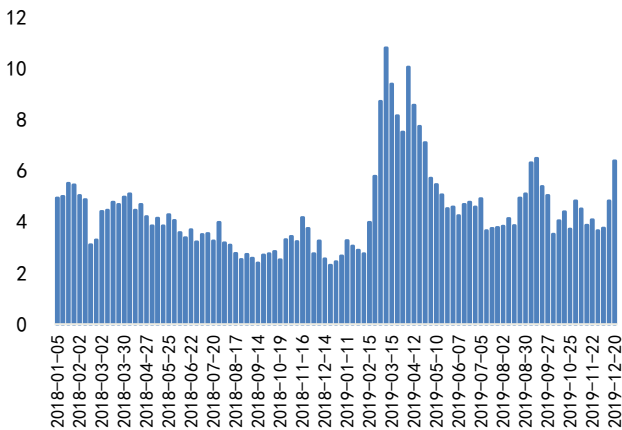
经纪: 本周 A 股日均成交额 6380 亿元, 较上周+32.47%, 12 月 A 股日均成交额 4984 亿元, 环比+23.28%, 同比+88.81%, 1-11 月 A 股累计成交额同比+37.07%; 陆港通本周北向资金净流入 212 亿元, 较上周+7.36 亿元。

投行: 截至 12.20, 12 月股权融资 1619 亿元, 其中 IPO 457 亿元, 增发 946 亿元, 其他再融资 216 亿元; 1-11 月 IPO、增发募资累计同比+50.14%、-16.46%。1-11 月券商累计主承销债规模 67334 亿元, 同比+33.35%。

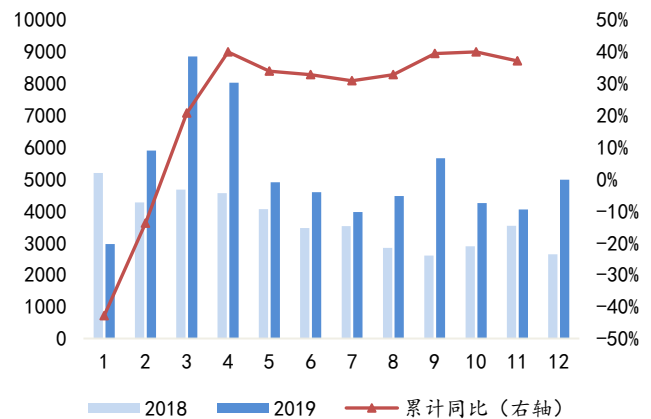
信用: 截至 12.20, 两融余额 10081 亿元, 较上周+268 亿元, 12 月两融日均余额 9841 亿元, 环比+1.57%; 年内券商口径股票质押参考市值 7500 亿元, 较上周+2.46%(+0.99pct), 未解押参考市值 6354 亿元, 较上周+1.11%(+0.73pct)。

资管: 截至 2019.06, 券商资管规模 12.53 万亿元, 同比-17.98%, 降幅较一季末收窄 1.39 个百分点。1-11 月资管产品累计新发行份额 1080 亿份, 同比-46.28%。

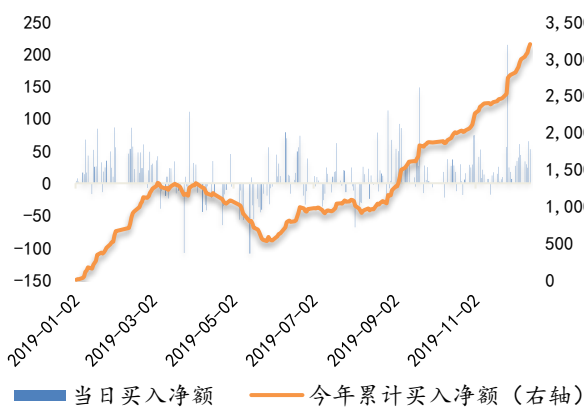
自营: 截至 12.20, 沪深 300 年内上涨 33.43%, 中债总财富(总值)指数年内上涨 3.93%。

图 3: A 股各周日均成交额 (千亿元)


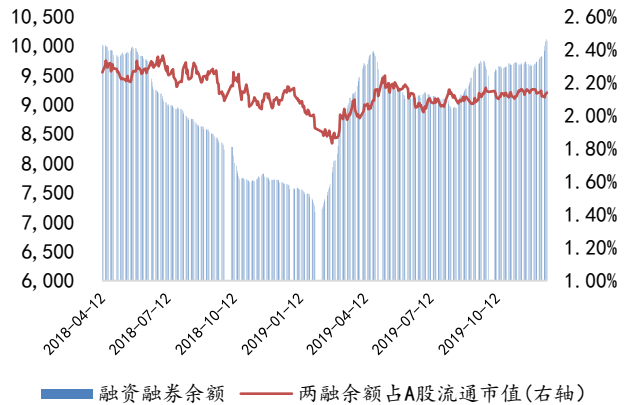
数据来源: wind、中航证券金融研究所

图 4: A 股各月日均成交额 (亿元) 与增速


数据来源: wind、中航证券金融研究所

图 5: 陆港通北向资金流入情况 (亿元)


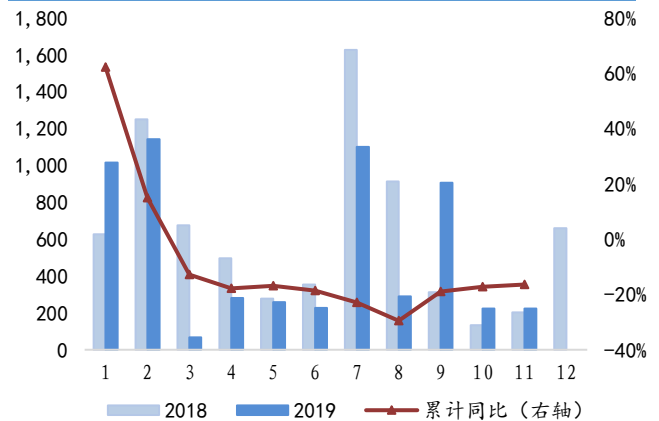
数据来源: wind、中航证券金融研究所

图 6: 两融余额走势 (亿元)


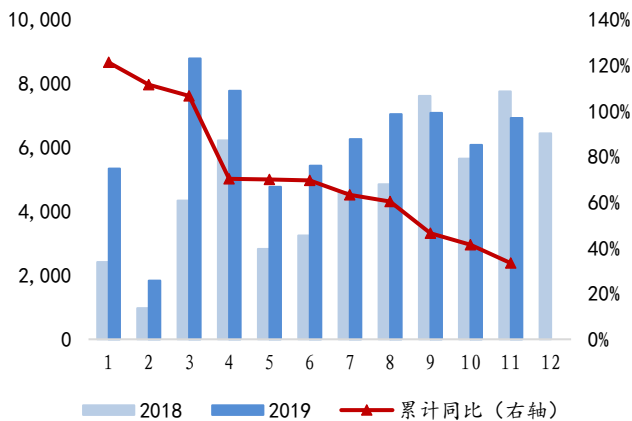
数据来源: wind、中航证券金融研究所

图 7: IPO 承销金额 (亿元) 与增速

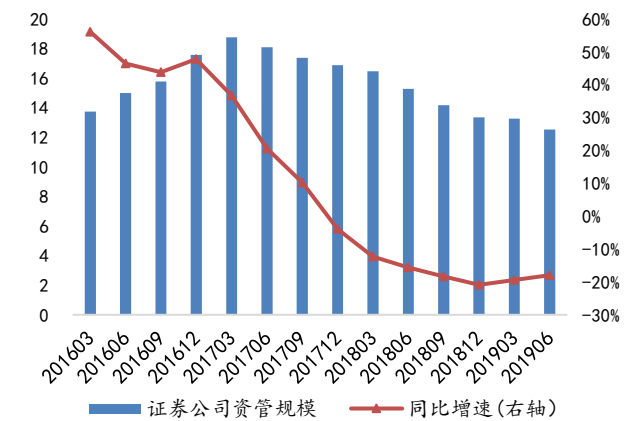

数据来源: wind、中航证券金融研究所

图 8: 增发承销金额 (亿元) 与增速


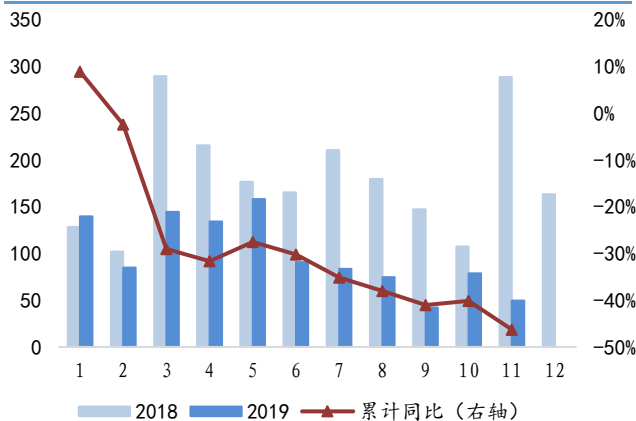
数据来源: wind、中航证券金融研究所

图 9: 债承规模 (亿元) 与增速


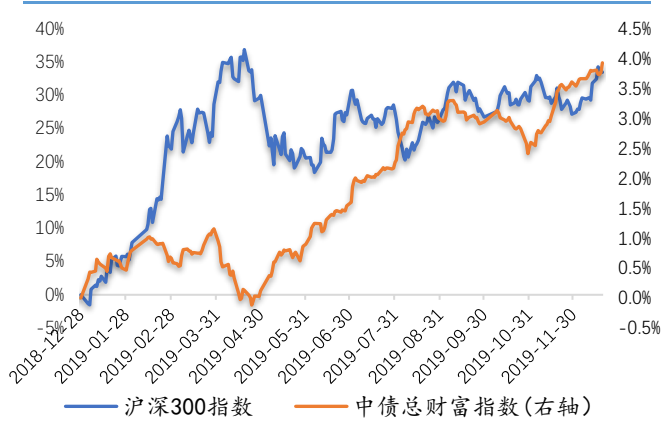
数据来源: wind、中航证券金融研究所

图 10: 资管规模 (万亿元) 与增速


数据来源: wind、中航证券金融研究所

图 11: 资管产品发行情况 (亿份)


数据来源: wind、中航证券金融研究所

图 12: 今年以来股、债相关指数走势


数据来源: wind、中航证券金融研究所

三、公司公告

➤ 广发证券: 关于获得政府补贴的公告

为奖励广发证券股份有限公司经营贡献、支持地区发展, 2019年以来公司累计收到各项政府补贴共计人民币75,633.66万元, 其对公司归属于上市公司股东的净利润的贡献52,063.99万元达到公司上一个会计年度经审计的归属于上市公司股东的净利润的10%以上。

➤ 国海证券: 关于配股申请获中国证监会核准的公告

2019年12月16日, 公司收到中国证监会《关于核准国海证券股份有限公司配股的批复》, 公司配股申请获得中国证监会核准, 核准公司向原股东配售1,264,662,591股新股, 批复自核准发行之日起6个月内有效。

➤ 招商证券:关于招商证券国际有限公司为其全资子公司提供担保的公告

招商证券全资子公司招证国际之下属公司招证投管香港现拟与摩根大通建立债券回购及逆回购交易对手关系,由于无主体信用评级,需由招证国际提供担保函以支持主体信用水平。该担保函设定了担保人(招证国际)对被担保人(招证投管香港)的总责任不超过3亿美元,包括手续费、成本、税费、支出等。担保函生效日期为2019年12月18日。

➤ 方正证券:关于控股股东所持公司部分股份被司法冻结的公告

2019年12月20日,公司收到中国结算上海分公司《股权司法冻结及司法划转通知》。控股股东北大方正集团有限公司(简称“方正集团”)所持有的公司股份1,109,609,852股被司法轮候冻结,冻结起始日为2019年12月20日,冻结期限为3年,自转为正式冻结之日起计算。

注:除特殊标明外,其他资料均来源于上市公司公告

四、行业动态

➤ 沪深300ETF期权上市在即 沪市首批主做市商出炉

12月16日晚间,上交所发布通知,同意东方证券、光大证券、广发证券、国泰君安证券、国信证券、海通证券、华泰证券、申万宏源证券、招商证券、中泰证券、中信建投证券、中信证券等12家证券公司成为上交所沪深300交易型开放式指数基金(ETF)期权主做市商。

<http://www.p5w.net/stock/news/zonghe/201912/t20191217-2363488.htm>

➤ 证监会加快落地深化新三板改革措施

根据中央经济工作会议部署,为稳步推进新三板改革,完善市场基础制度,优化融资功能,证监会今天发布了《关于修改〈非上市公众公司监督管理办法〉的决定》(以下简称《公众公司办法》)《非上市公众公司信息披露管理办法》(以下简称《信息披露办法》),自发布之日起施行。

此次修改《公众公司办法》立足于服务新三板改革,重点围绕实施向不特定合格投资者公开发行、优化定向发行机制等改革内容进行针对性调整。主要修改内容包括:一是引入向不特定合格投资者公开发行制度,允许挂牌公司向新三板不特定合格投资者公开发行,实行保荐、承销制度。二是优化定向发行制度,放开挂牌公司定向发行35人限制,推出自办发行方式。三是优化公开转让和发行的审核机制,公司公开转让和发行需要履行行政许可程序的,由全国股转公司先出具自律监管意见,证监会以此为基础进行核准。四是创新监管方式,确



定差异化信息披露原则，明确公司治理违规的法律责任，压实中介机构责任，督促公司规范运作。

<http://finance.ifeng.com/c/7sPEX74XwkE>

➤ 98家券商并购重组财务顾问执业能力评级出炉 14家券商获A级

12月20日，证券业协会公布了年度券商从事上市公司并购重组财务顾问执业能力专业评价结果。98家参评券商中，共有14家券商获得A类评级，29家券商获得B类评级，55家券商获C类评级。

今年获得A类评价的券商有第一创业证券承销保荐有限责任公司、东吴证券、国金证券、国泰君安、海通证券、华泰联合、民生证券、平安证券、申万宏源证券承销保荐有限责任公司、招商证券、中金公司、中天国富、中信建投和中信证券。与去年的评级结果相比，获得A类评级的券商减少了5家，去年共有19家券商获A级。

<http://www.cnstock.com/v-news/sns-bwxx/201912/4467621.htm>

➤ 证券法修订案四审在即 投资者保护条款更丰富

近日，十三届全国人大常委会第四十四次委员长会议决定，12月23日至28日举行的十三届全国人大常委会第十五次会议，将审议多项法律草案，包括证券法修订草案。这是证券法修订草案自2015年初审后迎来的第四次审议。

在投资者保护方面，与现行的证券法相比，证券法修订草案（三审稿）在约束违法违规行为和健全投资者补偿机制方面增加多项规定，另外，还新增投资者保护章节，共八条规定，从投资者适当性、现金分红、先行赔付等方面强化了投资者保护。

http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/201912/t20191221_6010663.html

五、核心观点

两融再破万亿，“深改”加速落地

本周证券板块上涨4.95%，大超沪深300指数3.72个百分点，已连续五周跑赢沪深300指数，11月中旬以来板块由复苏到回暖再进阶至市场先锋，作为“牛市号角”的券商股再次成为市场关注焦点。个股方面，经纪业务占比高的高弹性中小券商涨幅更大，头部券商涨幅稍滞后；估值方面，申万券商指数PB回升至1.59，位于近5年的32%分位处，从历史角度看当前券商点位相对于今年盈利水平尚处于合理水平以下，板块估值仍具有较高安全边际。

本周两融余额时隔1年8个月后再突破万亿大关，值得一提的是历史上两融余额首次突破万亿大关正是5年前的牛市初期（2014年12月19日）。目前两融余额仍以融资为主（占99%），反映了市场看多情绪，两融余额的大幅提升也将利好券商经纪、利息收入。自2012年创新业务兴起以来，券商业务开始呈现多元化，经纪业务收入比重自2015年以来随佣金率走低而梯次下行，但兴起的重资产业务如两融业务依旧与市场行情强相关，使得券商股仍具备很强的高弹性高贝塔属性。

政策利好未停，“深改”加速落地。本周沪深交易所公布了首批沪深300ETF做市商，中信证券等12家头部券商入列；下周证券法修订草案自2015年初审后将迎来第四次审议，将加大对证券违法行为的惩处力度和强化投资者保护；时隔一个多月后，证监会正式发布修订后的《非上市公司监督管理办法》和《非上市公司信息披露管理办法》，全面深化新三板改革各项措施加速落地。

展望2020年，资本市场全面深改将是证券板块的核心驱动因素，券商股有望实现估值业绩双提升。个股层面，头部券商估值低，业绩稳定，资本实力强劲，且将受益政策倾斜和行业集中度提升，适合长期关注并持有，非头部券商中建议关注投行或财富管理实力突出的中小券商。

风险提示：中美贸易摩擦、流动性收紧

附：上市券商经营业绩
2019 年 11 月经营业绩

营业收入				净利润			
证券公司	同比	环比	累计同比 ↓	证券公司	同比	环比	累计同比 ↓
太平洋	147.19%	5436.56%	129.60%	国海证券	-91.60%	-62.98%	522.75%
国海证券	-18.40%	-1.68%	100.00%	中原证券	-20.64%	14.59%	500.96%
中原证券	25.72%	12.39%	71.95%	太平洋	697.58%	264.23%	259.33%
华安证券	-27.83%	-35.94%	70.72%	东北证券	706.21%	39.37%	245.42%
东方证券	6.61%	-15.63%	60.80%	长江证券	41.72%	-19.58%	206.76%
长江证券	2.56%	5.72%	55.30%	山西证券	-92.50%	-96.28%	193.31%
东北证券	-17.93%	45.88%	53.56%	西南证券	2189.74%	-57.55%	179.15%
光大证券	-33.10%	10.87%	52.35%	东吴证券	-5.18%	44.72%	176.61%
山西证券	-31.05%	-39.15%	49.41%	华安证券	-61.56%	-66.56%	123.00%
兴业证券	-8.08%	-4.79%	48.55%	东方证券	-12.70%	-42.49%	102.69%
西部证券	-13.48%	2.54%	48.48%	方正证券	-80.43%	-50.05%	91.87%
中国银河	-17.72%	17.84%	48.18%	光大证券	-77.03%	-54.53%	89.43%
招商证券	-4.12%	-5.82%	45.97%	中国银河	-27.00%	27.12%	85.59%
财通证券	115.93%	0.79%	45.10%	国元证券	-97.41%	-90.00%	73.46%
华泰证券	-9.27%	-48.82%	44.06%	国信证券	-41.26%	67.26%	60.33%
华西证券	75.73%	9.96%	44.06%	第一创业	985.35%	-60.01%	56.63%
东吴证券	-18.26%	19.09%	39.70%	华泰证券	-37.57%	-63.43%	55.07%
海通证券	-27.10%	26.51%	38.03%	财通证券	416.26%	32.66%	54.65%
国信证券	-8.45%	46.65%	36.36%	西部证券	49.17%	-37.71%	52.46%
西南证券	35.42%	-6.26%	34.26%	华西证券	195.12%	-13.54%	49.72%
广发证券	37.93%	56.67%	33.48%	招商证券	21.49%	49.19%	46.12%
第一创业	48.17%	-4.22%	32.41%	东兴证券	-17.58%	-12.16%	43.64%
方正证券	-34.46%	15.52%	29.23%	广发证券	53.05%	74.08%	35.17%
国元证券	-54.47%	-28.68%	27.57%	浙商证券	54.07%	166.44%	31.84%
东兴证券	-17.39%	-37.05%	27.51%	海通证券	-53.62%	38.16%	31.10%
浙商证券	2.79%	43.13%	27.36%	国金证券	-20.36%	17.64%	24.29%
国金证券	7.51%	-0.17%	20.93%	申万宏源	28.49%	53.50%	21.99%
中信证券	32.63%	26.44%	16.06%	中信证券	-25.85%	90.59%	19.48%
申万宏源	-14.57%	16.62%	15.06%	国泰君安	-0.36%	18.38%	18.28%
国泰君安	13.76%	27.24%	13.51%	兴业证券	270.15%	35.11%	16.10%
南京证券	-10.04%	-13.39%	/	南京证券	-61.03%	-25.67%	/
天风证券	0.58%	54.39%	/	天风证券	-28.73%	1843.45%	/
长城证券	65.13%	19.25%	/	长城证券	105.99%	8.24%	/
中信建投	11.11%	-13.88%	/	中信建投	18.24%	-14.84%	/
红塔证券	/	38.97%	/	红塔证券	/	100.70%	/
华林证券	/	91.39%	/	华林证券	/	779.19%	/

数据来源：wind、中航证券金融研究所 注：以月报经营数据加总，合并同一主体并剔除子公司分红影响

2019 年三季报

公司	营业收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利↓ (亿元)	同比 (%)	EPS 基本 (元)	ROE 加权 (%)
中信证券	327.74	20.45	105.22	43.85	0.87	6.68
海通证券	251.47	55.45	73.86	105.86	0.64	6.09
国泰君安	205.93	22.67	65.46	18.76	0.69	5.19
华泰证券	177.50	41.78	64.41	43.77	0.75	5.83
广发证券	173.58	52.80	56.16	36.51	0.74	6.37
招商证券	128.99	65.56	48.24	57.03	0.63	6.27
申万宏源	164.22	75.33	47.57	43.64	0.20	6.26
中国银河	120.44	90.31	38.60	106.46	0.38	5.67
中信建投	96.97	24.14	38.20	74.78	0.50	8.65
国信证券	98.67	55.67	37.35	93.37	0.44	7.39
光大证券	84.53	44.52	22.67	92.66	0.49	4.70
兴业证券	108.14	136.25	17.53	141.19	0.26	5.22
东方证券	136.07	107.25	17.41	92.67	0.25	3.31
长江证券	52.18	45.57	14.63	156.11	0.26	5.59
华西证券	27.99	38.74	11.19	39.57	0.43	5.92
东兴证券	28.11	27.42	11.07	42.26	0.40	5.59
方正证券	49.67	33.95	10.75	136.48	0.13	2.80
财通证券	33.24	41.34	9.95	47.89	0.27	4.96
东吴证券	38.93	54.55	9.26	382.23	0.31	4.54
国金证券	29.04	16.24	8.77	23.52	0.29	4.42
华安证券	21.82	78.99	8.73	144.25	0.24	6.71
东北证券	62.47	51.00	8.68	220.33	0.37	5.71
长城证券	26.42	29.21	7.44	55.22	0.24	4.47
浙商证券	41.08	57.20	7.09	26.16	0.21	5.06
国元证券	22.47	38.13	7.00	113.25	0.21	2.77
西南证券	23.31	14.04	6.72	126.26	0.12	3.55
南京证券	16.60	83.51	6.52	188.44	0.20	6.01
国海证券	27.67	86.05	5.82	354.63	0.14	4.21
红塔证券	12.90	61.85	5.30	123.81	0.16	4.42
西部证券	29.87	83.66	5.22	51.88	0.15	2.98
山西证券	43.51	0.01	5.08	337.82	0.18	4.05
太平洋	14.06	115.57	4.01	326.28	0.06	3.98
第一创业	17.77	40.89	3.46	176.30	0.10	3.97
华林证券	6.74	-7.46	3.06	18.90	0.11	6.11
中原证券	19.85	56.36	2.90	113.81	0.08	2.91
天风证券	24.62	23.87	1.94	-26.60	0.04	1.60

数据来源: wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

胡江，证券执业证书号：S0640519090001，北京大学硕士，2017 年加入中航证券，从事非银金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。